

中级调整逻辑——弱势均衡与流动性拐点

报告要点

■ 中国实体经济弱势均衡态势初现

在上半年反弹的第一引擎投资增速减缓的情况下，实体经济在三季度时出现了拐点迹象，另一方面，需求端的恢复却没能达到预期，从而形成了阶段性的刺激真空期。未来通胀将出现明显的由资产领域通胀泡沫向实体经济通胀泡沫的结构性转化特征，双泡沫共同推动的可能性由于终端需求的疲弱已变为小概率事件。

■ 流动性拐点愈加明晰

本轮周期中 M1 的高增长与信贷高增长密不可分，因此 M1 跟随 M2 出现拐点的时间将大大缩短，考虑到 8 月份信贷继续环比下滑趋势，因此预期 8 月份 M1 追随 M2 拐头将成为大概率事件，如果这一流动性状况出现，无疑将纠正储蓄活期化推动流动性延续的不合理猜测，并进一步导致市场前期无估值的流动性推动通胀预期逻辑的转化。

■ 中国经济进入弱势均衡逻辑

刚性需求释放两个季度之后，增长环比达到最高点，经济由超低位回归弱势均衡位，经济增长进入寻找新的增长点阶段，即过渡期。弱势均衡的到来意味着中国长期经济增长中枢下降的位置初露端倪，工业化史指示 6%-8% 是新中枢的最大可能区间。寻找新的增长点过程中，“经济回升基础还不稳固”是未来几年的常态。

■ 美国滞后进入弱势均衡，补库存拉动中国外需难以实现

目前终端需求因美国经济的反弹主要源自一季度以来也开始进入了刚需释放和宽松政策带来的经济反弹过程，虽然美国经济由于与上游资源价格间存在中游制造核心国的传导，短期内并未过多受到通胀上升影响，但是其经济反弹的结构性支撑因素不足，注定了美国经济在三季度仍将步入滞后调整的时期。同时美国消费的弱复苏格局将决定无论是库存回补还是进口拉动都不会非常强劲，这也就决定了整个下半年中国实体经济唯一可能超预期的因素——外需难以出现超预期好转。

■ 流动性推动通胀预期向业绩验证逻辑的转换开始

最超预期的阶段在中国已经结束，而在美国即将结束，在过渡期间，从市场进入了由流动性推动通胀预期逻辑向业绩验证预期逻辑的转换期。因为第一个没有估值限制的逻辑由于流动性拐点而基础动摇，市场转而关注企业业绩在多大程度上符合预期，即我们所谓的由超预期到验证预期的阶段，而这一阶段是具有估值限制的。因此，在估值偏高的市场上，通过下跌来释放估值过高的风险，然后进一步寻找业绩安全边际也是必然。

相关研究

《刚性需求与通胀预期》

“《过渡期必然与流动性变向——
基于中美周期不同因素的分析》
《过渡期的必然性与复杂性——
基于通胀预期的情景分析》

分析师：

李冒余

(8621) 68751605

limy@cjsc.com.cn

周金涛

(8621) 68751829

zhoujt@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
前言：中级调整的逻辑——弱势均衡与流动性拐点	5
实体经济弱势均衡态势初现	5
流动性拐点愈加明晰	10
中国经济进入弱势均衡后逻辑	12
弱势均衡的牵引力	13
8%可能是中国经济增长的新中枢	13
经济回升基础不稳固是常态	14
美国滞后进入弱势均衡	14
私人投资复苏迹象并不明显	15
收入减少下的终端消费反弹依然微弱	18
美国补库存拉动中国外需难以实现	23
流动性推动通胀预期向业绩验证逻辑的转换开始	25

图表目录

图目录:

图 1: 名义和实际 FAI 累计同比增速对比 (单位: %)	5
图 2: 单月 FAI 实际与名义同比增长 (单位: %)	6
图 3: 房地产开发累计同比增速 (单位: %)	6
图 4: 房地产投资回升难掩整体投资下滑	6
图 5: 新开工项目增速回落 (单位: %)	7
图 6: 单月新开工项目增速回落明显 (单位: 百万人民币, %)	7
图 7: CPI 同比和环比变化 (单位: %)	8
图 8: CPI 同比变化结构分解 (单位: %)	9
图 9: 工业品出厂价格走势 (单位: %)	9
图 10: 2009 年 7 月份 CPI 与 PPI 差值见顶是大概率事件	9
图 11: M2 增速环比回落, M1 回落在即 (单位: %)	10
图 12: 2009 年 1-7 月我国新增贷款数据变化 (单位: 十亿人民币)	11
图 13: 2009 年 1-7 月我国非金融部门新增贷款数据变化 (单位: 十亿人民币)	11
图 14: 2009 年 1-7 月我国存款数据变化 (单位: 十亿人民币)	12
图 15: 国际产业分工下的共生模式	14
图 16: 2000 年以来美国投资增长季度数据 (单位: %)	15
图 17: 73~76 年美国投资增长季度数据 (单位: %)	16
图 18: 70 年代美国制造业利润变化 (单位: %)	16
图 19: 2004 年以来美国制造业利润变化 (单位: %)	16
图 20: 70 年代美国企业销售收入变化 (单位: %)	17
图 21: 2004 年以来美国企业销售收入变化 (单位: %)	17
图 22: 70 年代美国政府采购支出增长 (单位: %)	17
图 23: 2007 年以来政府采购支出增长 (单位: %)	17
图 24: 75~76 年美国 PPI (单位: %)	18
图 25: 2004 年以来美国 PPI (单位: %)	18
图 26: 美国税收负担占个人收入的比重变化	18
图 27: 2000 年以来美国个人工资变化 (单位: %)	19
图 28: 70 年代美国居民收入增长 (单位: %)	19
图 29: 2004 年以来美国居民收入增长 (单位: %)	19
图 27: 70 年代美国失业率 (单位: %)	20
图 28: 2004 年以来美国失业率 (单位: %)	20
图 32: 美国社会的债务危机 (单位: %)	20
图 33: 2000 年以来美国家庭负债变化 (单位: %)	20
图 34: 2007 年以来美国个人储蓄变化 (单位: 十亿美元, %)	21
图 35: 2007 年以来美国居民消费增长 (单位: %)	21
图 36: 70 年代美国居民消费增长 (单位: %)	22
图 37: 75 年美国私人消费稳中有升 (单位: %)	22

图 38: 究竟是库存领先进口? 还是进口领先库存	23
图 39: 从月度数据来看也是进口领先库存	23
图 40: 耐用品及非耐用品制造业的实际库存水平	24
图 41: 美国 GDP 增长 1%能拉动进口反弹 2.3%	24
图 42: 美国 PMI 进口指数预示进口同比将显著收窄	24
图 43: 美国私人消费与进口同比	25

表目录:

表 1: 美、日、中工业化起飞阶段的对外贸易依存度	13
---------------------------------	----

前言：中级调整的逻辑——弱势均衡与流动性拐点

正如我们在 8 月份投资策略报告《过渡性必然与流动性变向——基于中美周期不同因素的分析》中所提到的，在 8 月份市场将进入寻顶阶段，从市场表现看，起始至去年 11 月份的这一轮中级反弹的中期调整已然展开，中期调整展开的原因还是离不开我们的两个基本逻辑，首先，刚需释放两个季度后，经济 V 型反弹的主要动力减弱，经济达到弱势均衡，基本面不再超预期；其次，过度的流动性释放得到了政策微调的修正，流动性释放的拐点来临。目前市场对未来的经济趋势仍有极大分歧，这实际上本身就意味着经济一种短期趋势的转换，但短期数据必定是某种长期框架下的一种反映，7 月份的数据可能就是这种趋势的一个环节。

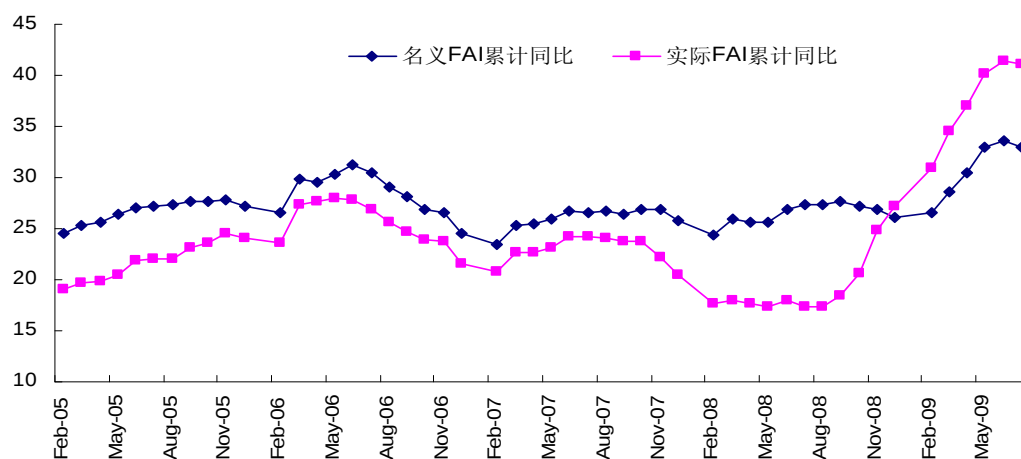
实体经济弱势均衡态势初现

按照我们的理论框架，在长波衰退的通胀大幅攀升的冲击之后，通胀回落伴随着刚性需求的释放，就像我们从去年底到今年上半年看到的情况一样，但是刚性需求释放两个季度之后，增长环比达到最高点，经济由超低位回归弱势均衡位，经济一个阶段性的趋势终结，开始进入寻找新的增长点阶段。在我们所看到的例证中，往往经济触底两个季度之内的环比回升速度最快，而此后当经济进入一个合理中枢之后，经济的 V 字反弹最快阶段就此结束。如果从这个角度看，按照我原来的预期，中国经济的反弹环比高点应当在二季度达到，而 7 月份的数据在某种意义上显露出了我的这种逻辑推导可能正在实现，即中国经济已经达到通胀扰动后的弱势均衡位置。

从实体经济数据看，2009 年 7 月的数据总体而言低于预期，实体经济 W 型反弹形态初步显现。

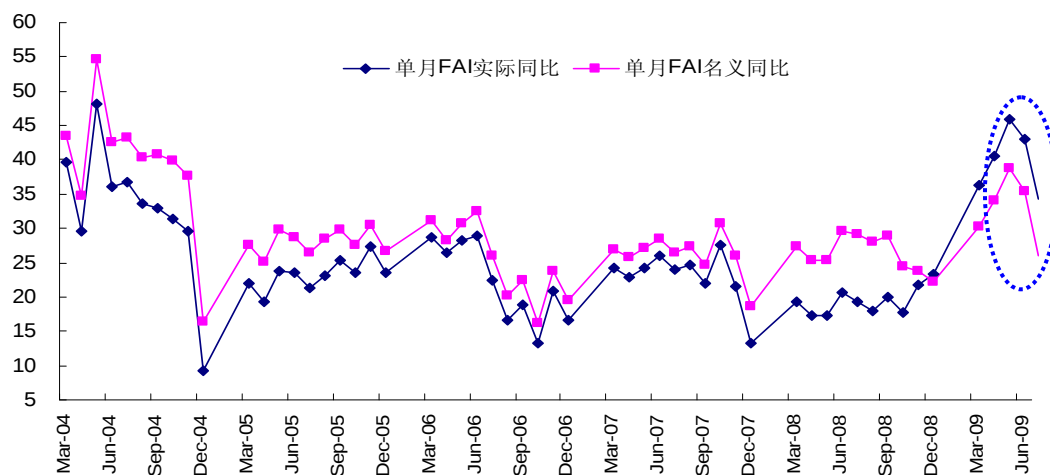
从投资来看，最值得关注的是下半年在从最新发布的全国城镇固定资产投资数据来看，7 月份投资数据显著低于预期，单月 FAI 回落极为明显，在投资价格指数没有公布之前，以同期公布的 7 月份工业品出厂价格指数为替代，我们测算出 1~7 月城镇固定资产投资实际累计增长 41.1%，较上半年回落 0.3 个百分点，当月城镇固定资产投资实际增长 34.21%，远低于上月的 43.1%，与此相对应的是，房地产投资依然保持了较快回升态势，同比上涨 11.6%。

图 1：名义和实际 FAI 累计同比增速对比（单位：%）



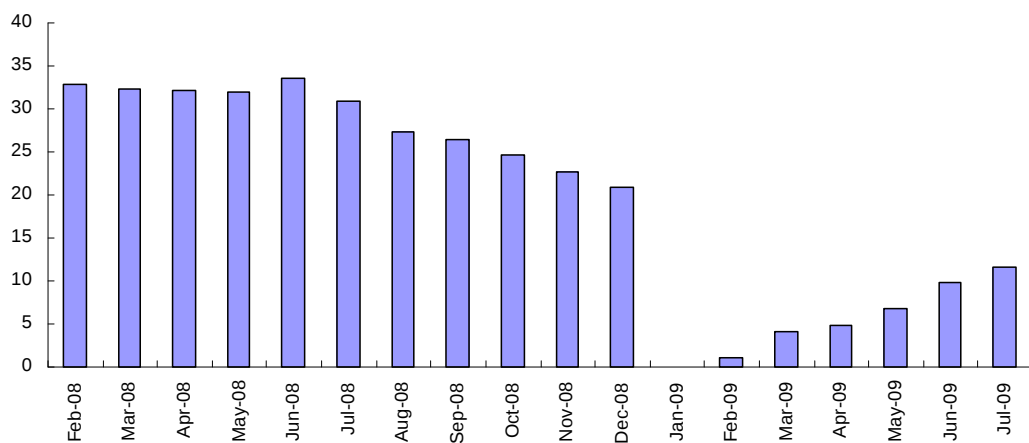
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 2：单月 FAI 实际与名义同比增长（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

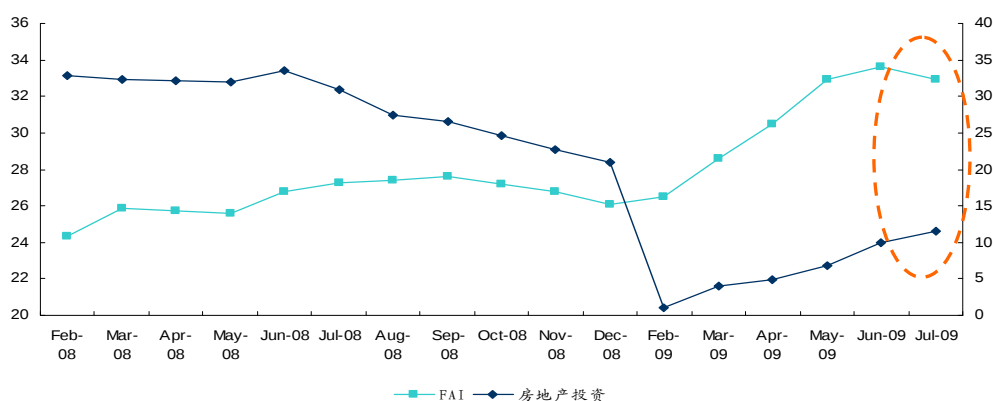
图 3：房地产开发累计同比增速（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

在地产趋势性回升的背景下，投资增速反而低于市场预期，主要源于前期投资过快增长带来的环比基数过大，以及信贷微调后带来的趋势性回落，更值得关注的是，工业增加值也低于市场预期，这意味着前期带动经济增速斜率向上的最主要因素的内在持续动力并未真正出现，国进民退能维持，国退民不进却是现实状况，而实际上指望国家财政政策再出现大的拉动难度不小，民间投资显然并没有有效带动或者说弥补政府投资留下的空白。

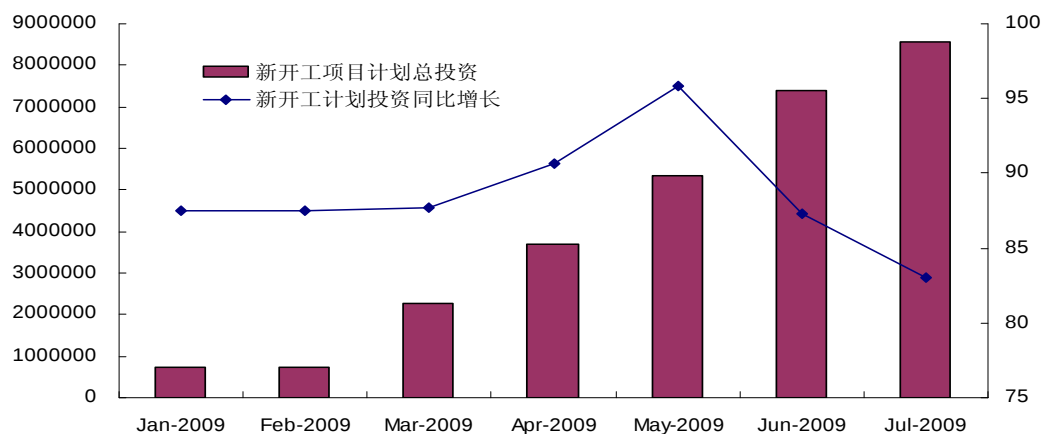
图 4：房地产投资回升难掩整体投资下滑



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

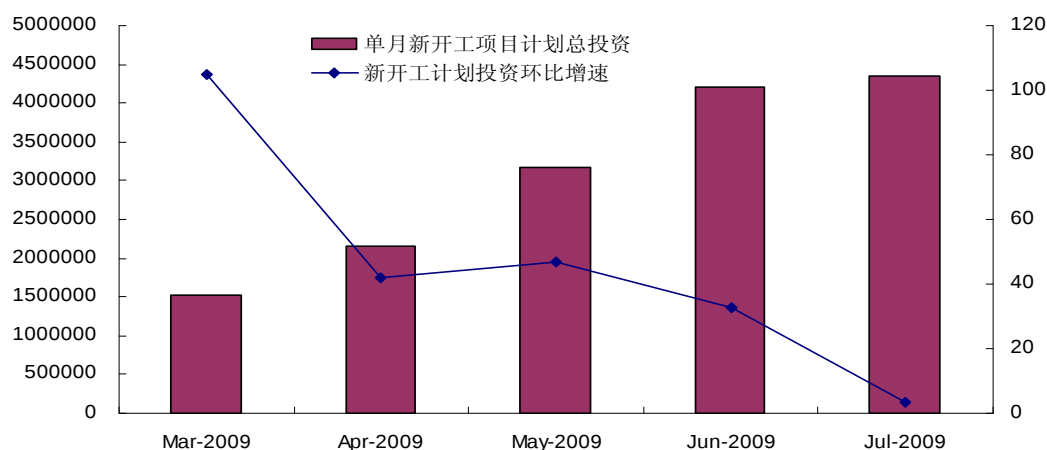
可以作为佐证的还有投资的先行指标: 新开工项目投资增速的变化趋势。从施工和新开工项目情况来看, 1~7 月份, 累计施工项目 308914 个, 同比增加 70459 个, 仍然处于快速上升阶段, 施工项目计划总投资 325899 亿元, 同比增长 36.4%; 新开工项目 205716 个, 同比增加 61249 个, 同比增速自 5 月份以来持续回落, 7 月份当月为 42.4%, 低于上月的 43.11%, 也远低于 5 月份的 46.83%, 新开工项目计划总投资 85567 亿元, 同比增长 83.1%, 无论是项目数量还是投资额都处于持续回落状态。基于此我们认为随着信贷增速的回落, 下半年依靠政府拉动的投资增长的空间已经不大了, 上半年 FAI 的高位运行在下半年难以再现, 未来的增长空间更多的需要在房地产投资带动下民间资金的积极跟进。但是到目前为止, 这一迹象尚不明显。

图 5: 新开工项目增速回落 (单位: %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 6: 单月新开工项目增速回落明显 (单位: 百万人民币, %)

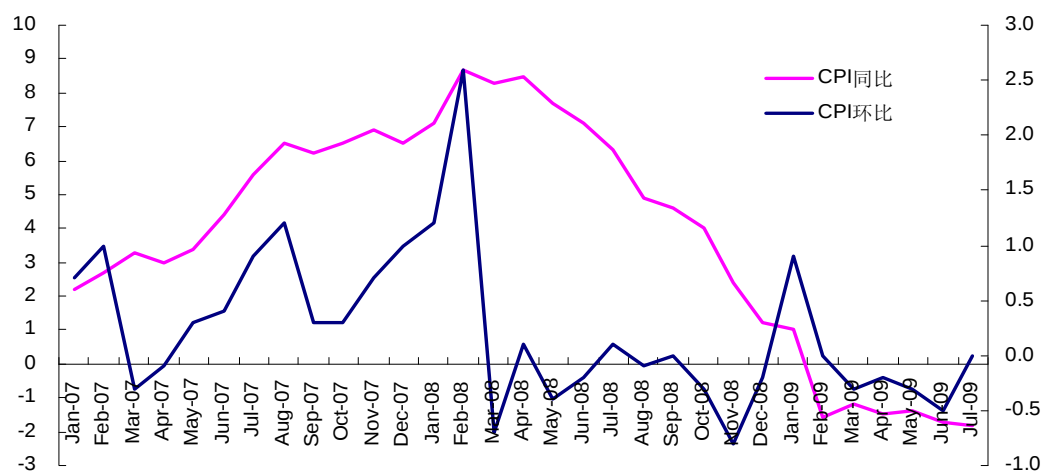


资料来源：CEIC，长江证券研究部

实际上从历史经验看，二季度持续 40% 以上的实际投资增长难以持续是大概率事件，因此下半年虽然有地产在去年低基数下的带动效应，但是整体难掩投资下滑趋势，我们预计全年投资保持在 30% 左右，下半年投资增速显然是低于市场预期的。支持中国经济环比快速回升的一个引擎已经进入了平稳增长期，下半年很难继续贡献环比继续快速提升的动力，环比持平是更为符合现实的结果。

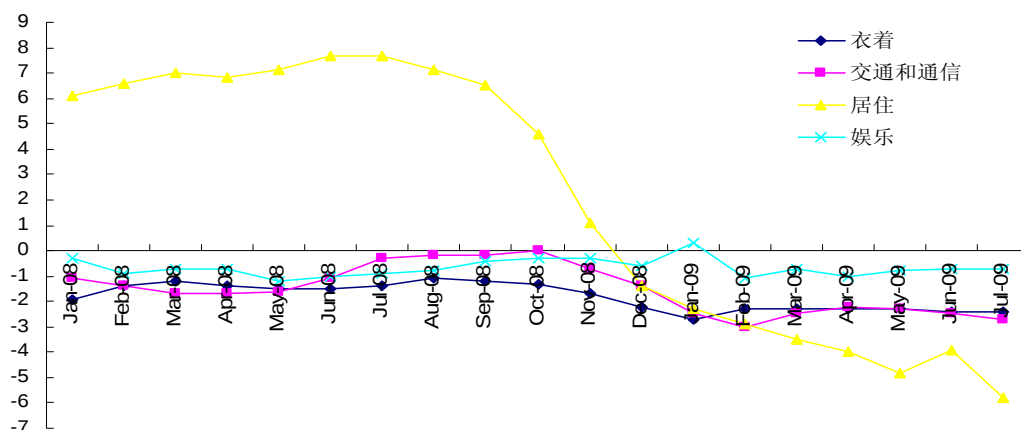
因此，在上半年反弹的第一引擎投资增速减缓的情况下，实体经济在三季度时出现了拐点迹象，即经历了前面两个季度的环比快速上升后，过快的价格上涨对成本形成了冲击，而另一方面，需求端的恢复却没能达到预期，从而形成了阶段性的刺激真空期。表现在指标上，即是 PPI 环比受大宗商品影响回升，但是影响到负利率区间的 CPI 环比增长依然疲弱并预计将延续整个三季度，尤其值得关注的是，在非食品价格变化中，居住价格同比下降 5.8%，显示出住房类的消费端持续疲弱，这也使得 CPI 结构分化比较明显，在基本日用消费品价格起稳回升阶段，指数的惯性下跌反而进一步受到非必需消费品的拖累，这将进一步拖累 CPI 反弹的幅度，也体现出未来通胀将出现明显的由资产领域通胀泡沫向实体经济通胀泡沫的结构性转化特征，双泡沫共同推动的可能性由于终端需求的疲弱已变为小概率事件。

图 7: CPI 同比和环比变化 (单位: %)



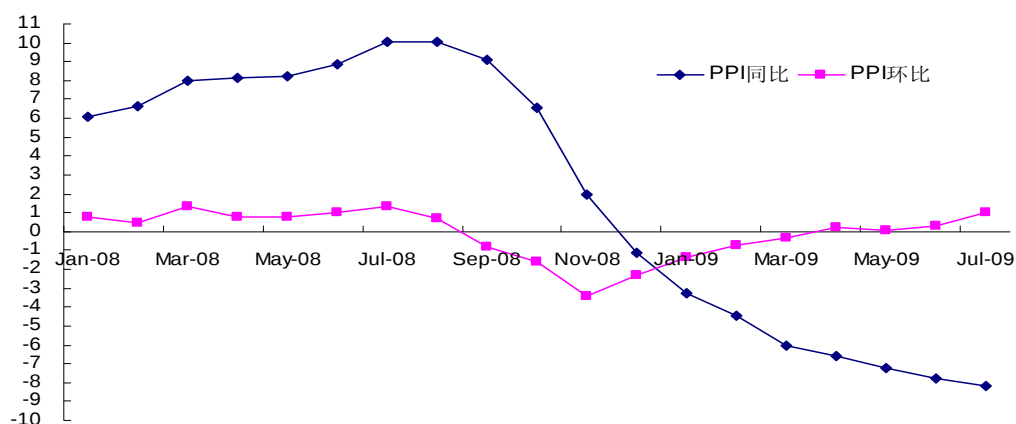
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 8: CPI 同比变化结构分解 (单位: %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

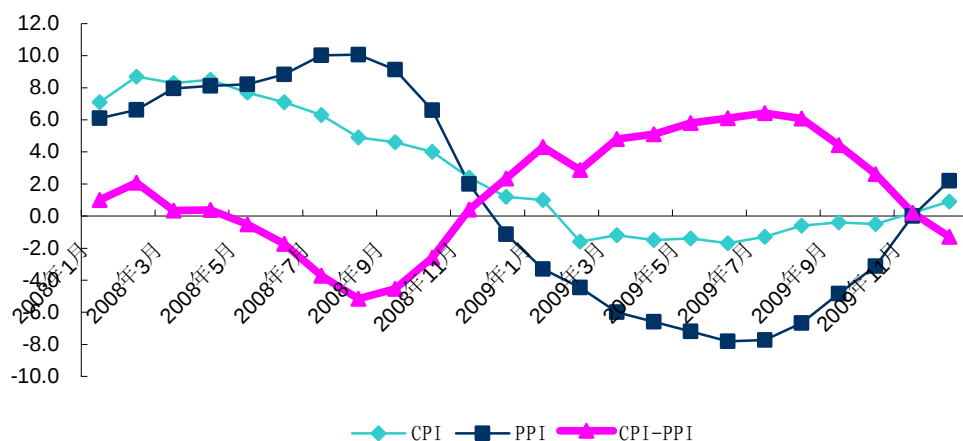
图 9: 工业品出厂价格走势 (单位: %)



资料来源: 长江证券研究部

因此，一方面 PPI 回升速度快于 CPI，预计 CPI 与 PPI 之差即将见顶回落，从而导致三季度中级反弹基本因素消解，市场需求端的承受能力弱于成本端上涨压力，另一方面，由于通胀短期内不会出现真正的回升，未来更有可能是结构调整，即由资产泡沫形成的挤出效应向实体经济内通胀数据上升形成的挤出效应的转化，因此通胀继续导致资产品和资源品价格上涨的逻辑将受到挑战。

图 10: 2009 年 7 月份 CPI 与 PPI 差值见顶是大概率事件

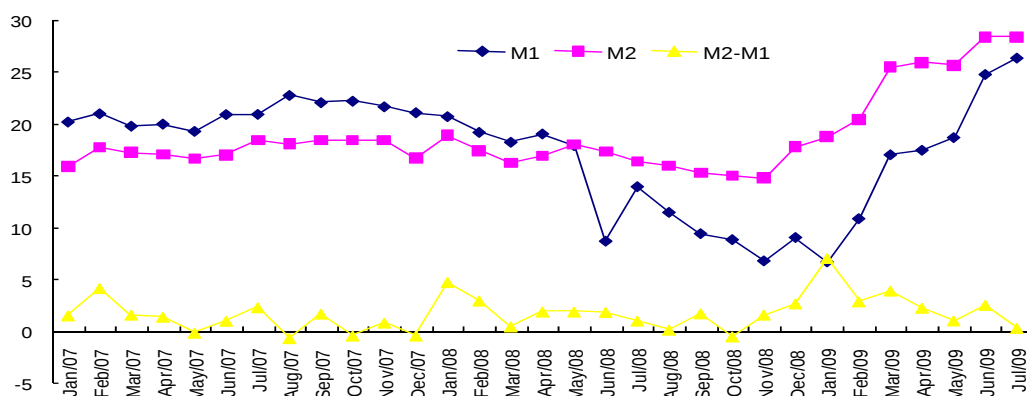


资料来源：CEIC，长江证券研究部

流动性拐点愈加明晰

2009 年 7 月份的货币供给量仍然延续了上月的快速增长趋势，其中广义货币供应量 M2 余额为 57.3 万亿元，同比增长 28.42%，环比增长 0.72%；狭义货币供应量 M1 余额为 19.59 万亿元，同比增长 26.37%，为历史上增速最高值，环比增长 1.40%，基本符合市场对于流动性预期的货币政策预期。但是值得注意的是，M2 出现了环比下滑，这是因为紧缩首先影响银行系统内流动性的缘故，另一方面，M1 主要构成来源于企业活期存款，因此其高增长这主要是由于企业贷款后放在活期存款账户上并没有进入实体经济所致，因此银行系统高层并不担忧对信贷进行调控，信贷紧缩更多是把流动性挤入实体经济的历程，因此从这一点看，下半年经济如果向好，那么流动性更多进入实体，如果不好，更会影响到银行的主动信贷意愿，在目前阶段，流动性拐点已然显现。

图 11: M2 增速环比回落，M1 回落在即（单位：%）



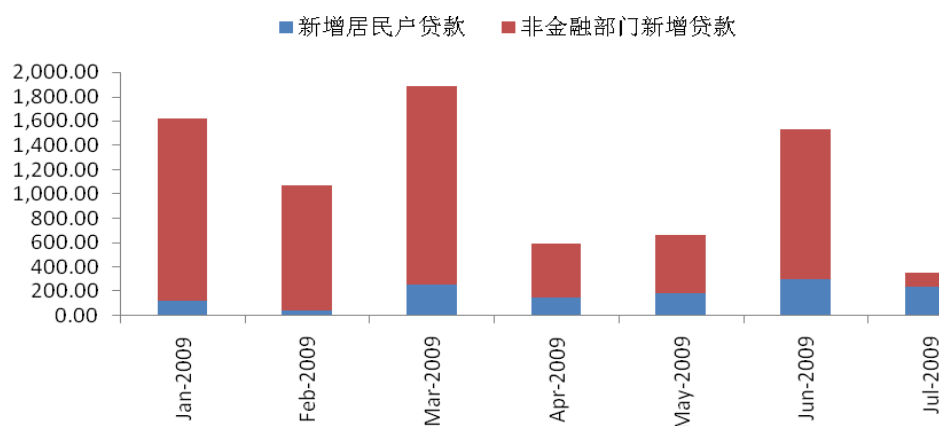
资料来源：CEIC，长江证券研究部

从银行信贷投放数据来看，1-7 月人民币各项贷款增加 7.73 万亿元，同比多增 4.89 万亿元，增长 173%；累计贷款余额为 38.1 万亿，同比增长 33.9%。7 月份信贷投放量为 3596 亿元，为 08 年 11 月以来的最低量，环比降幅高达 76.5%，但相比去年同期则小幅下降 5.81%，基本回到历史正常水平，同时也基本符合市场预期。

环比出现如此大的降幅,我们认为主要是由于以下几个原因,1.央行加强信贷调控。一方面央行通过公开市场操作发行央票回笼银行流动性遏制其贷款冲动,7月份共发行3个月期央票1550亿元,同时重启一年期央票回笼资金1000亿元,另外据路透社报道央行已按上半年放贷规模定于9月16日向部分银行发行共计1000亿元的定向央票,市场普遍认为此举具有“罚单”性质,另一方面央行加强对各窗口指导,引导货币信贷结构调整,适度增长;2.季节性因素,从历史数据来看,7月通常是信贷投放的淡季;3.年初投放的大量短期贷款与票据到期;4.上半年的天量信贷需要一段时间消化。

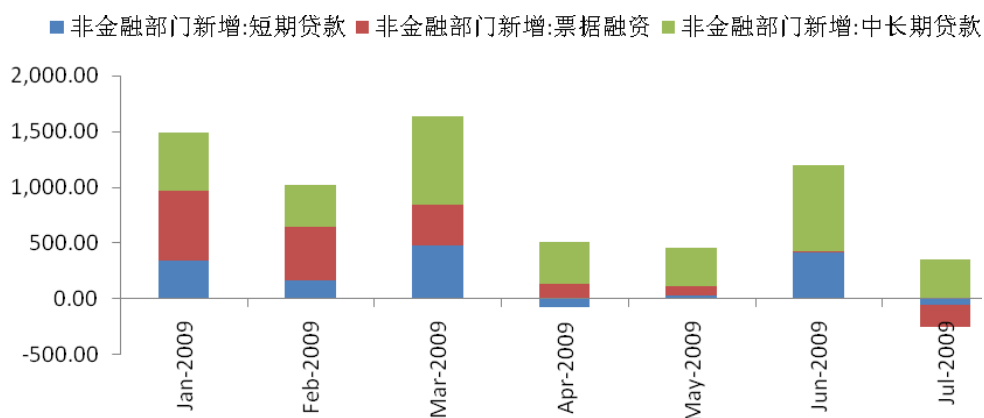
从信贷结构上看:新增贷款中,居民户贷款占66%,为有数据以来的最高值,特别是以房贷为主的中长期贷款同比放量增长,显示出居民房地产消费的巨大热情;而相比之下,非金融性公司及其它部门贷款则成为央行信贷调控重点,7月份新增量不到6月份的十分之一,显示出央行调控力度之强,特别是短期贷款及票据共减少2563亿元,出现存量减少(主要是短期票据)的原因主要在于:1.部分1月份的票据与短期贷款到期;2.监管部门不断加强对票据融资业务的检查力度,可能增量大幅度放缓;3.随着经济逐步稳定,形势明朗,票据融资逐渐被短期或中长期贷款所取代;预计下半年票据会存量会持续下降,信贷结构继续偏向于中长期。但是由于银行本身的资本金限制,这种转化中部分漏出的概率极大。

图 12: 2009 年 1-7 月我国新增贷款数据变化 (单位: 十亿人民币)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 13: 2009 年 1-7 月我国非金融部门新增贷款数据变化 (单位: 十亿人民币)

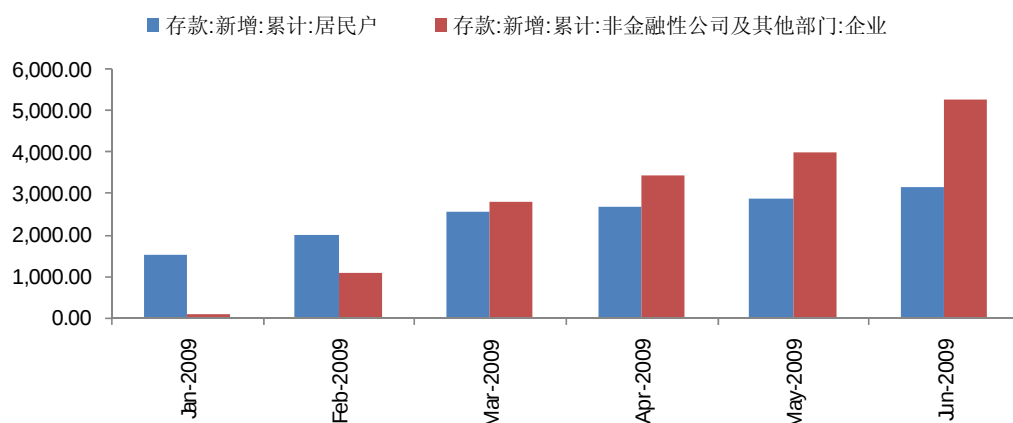


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

从存款数据上来看，7 月末，金融机构人民币各项存款余额为 57.03 万亿元，同比增长 28.54%，增幅比上年末高 8.81 个百分点，比上月末低 0.47 个百分点。1-7 月份人民币各项存款增加 10.38 万亿元，同比多增 4.95 万亿元。7 月份人民币新增存款总额为 3993 亿元，同比下降 689 亿元，同比降幅-14.72%。从分部门情况看：居民户存款减少 192 亿元；非金融性公司存款增加 243 亿元；财政存款增加 3736 亿元。非金融性公司存款中，企业存款减少 450 亿元。我们认为居民存款的减少主要是由于受房市及股市的影响，企业存款减少则可能是由于银行收缩信贷，同时经济活动增加，资金使用增加所致，即紧缩反而形成了流动性的挤出效应。

比较存贷款数据，我们认为企业尽管银行信贷急剧收缩，但企业存款账户仍有大量余额，7 月份企业新增存款减少 450 亿元后，企业新增存款累计余额仍占全部新增存款余额的 58%，我们认为这也是为什么央行敢于坚定的执行信贷调控，因为信贷紧缩不会给企业带来资金困难，影响实际经济活动。

图 14：2009 年 1-7 月我国存款数据变化（单位：十亿人民币）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

从目前的流动性结构看，M1 的高增长与信贷高增长密不可分，如前所述，M1 主体构成部分——企业活期存款与信贷同源而生，这也导致今年的 M1 与企业信贷相关度高于往年。由于正常周期下 M1 主要来源于企业利润流转，而今年则主要来源于过多的未进入实体领域的信贷，因此，预计伴随着信贷的进一步收缩，M1 跟随 M2 出现拐点的周期将大大缩短，考虑到 8 月份信贷继续环比下滑趋势，因此预期 8 月份 M1 追随 M2 拐头将成为大概率事件，如果这一流动性状况出现，无疑将纠正储蓄活期化推动流动性延续的不合理猜测，并进一步导致市场前期无估值的流动性推动通胀预期逻辑的转化。

中国经济进入弱势均衡后逻辑

当我们在 7 月份的经济数据已经凸显出弱势均衡开始特征，历史上的很多东西都不断得到现实的验证，为什么说中国经济已经达到弱势均衡位置呢，这里面有三个问题需要解答。首先，经济达到弱势均衡位置的牵引力是什么；其次，中国经济的新的均衡位置在哪里，其三，均衡之后的经济增长将是什么状态。

弱势均衡的牵引力

关于第一个问题，我们前期的报告中认为，去库存、刚需释放是通胀扰动后自身的经济反弹动能，而政策则是另外一个推动力。但作为经济自身的推动力而言，刚性需求是一个经济回归反弹的根本动力。恰恰是我们看到以前的经济例证中，刚需的释放基本持续在 6 个月左右，而中国的情况稍有不同的是，通胀预期在刚需释放尾声的时候加大了泡沫化预期，从而使刚需有了一个泡沫化的尾巴。但是泡沫化似乎也没能阻止地产和汽车成交量在释放了 6 个月之后开始掉头回落，这里面包含的根本理由是，当价格重新处于高位后，刚需不再。

作为另外的牵引力的政策，这是我们无法用经济规律来判断的问题，但是有一点，就是政策自身会受到经济规律的限制，比如，固定资产投资实际增长率不可能三个月连续超过 40%，这样就会引起强烈的结构性矛盾和经济过热预期，从而引起通货膨胀预期。再比如，信贷增长要受到银行自身风险控制的限制和通胀预期的限制。这就是我们在前期报告中反复强调得到逻辑，价格是中级反弹的掘墓人。由此看来，7 月份固定资产投资和信贷数据的回落也是必然的。

但是另一个比较关键的问题是，当我们做了这么多的努力之后，CPI 和 PPI 的环比增长依然十分疲弱，这昭示了我们这次面临的另外一个长期经济背景，即世界范围内，需求不足是经济的本质。实际上，欧美各国目前没有实质上担心通胀的存在，而正在努力避免陷入通缩的泥潭。由此来看，中国的通胀预期可能更多的来源于信贷的投放，而当信贷收缩后，通胀的预期自然缓和，如果我们根据 7 月份的数据进行判断的话，中国距离真实的通货膨胀应该还有一段距离。由此，通胀主题可能更多的该称作是资产价格泡沫主题，它也许将随着经济环比增速的放缓和信贷的放缓而慢慢被人认识到，那只是一个经济的冲击特征，并非本质。

8%可能是中国经济增长的新中枢

关于第二个问题，用我们的工业化框架来解释，一般这种康波萧条的冲击都是一个国家工业化高速阶段的终结，从而进入一个经济增长中枢下降的阶段。那么这个增长的中枢在那里，我们可以从三个角度来推测，首先，从工业化的逻辑来看，在欧美这些早期的工业化国家，外需在工业化进程中的作用十分有限，这时的工业化起飞期的增长速度基本维持在 6% 左右的水平。其二，从近期国家工业化如韩国和日本的增长中枢下降的例证看，6% 到 8% 也是一个起飞结束后比较正常的增长中枢。其三，在环比增速高点区域附近形成的经济增速，往往具有指向意义。综合来看，虽然下半年的经济增速会因基数原因上升，但当基数平稳后，中国经济的长期增长中枢也许会初露端倪。按照对工业化的理解，8% 当是最有可能的中枢区间。

表 1: 美、日、中工业化起飞阶段的对外贸易依存度

国家	工业化阶段	对外贸易依存度(%)	GNP 年均增长率
美国	1869-1881	14.2	6.6
	1882-1893	12.6	4.8
日本	1955-1965	20.9	9.1
	1965-1975	21.5	7.8
中国	1990-1999	34.5	10.6
	2000-2007	53.8	10.2

资料来源：美国数据来源于 United States Bureau of the Census，日本数据来源于日本财务省，长江证券研究部

经济回升基础不稳固是常态

第三个问题最为关键，首先是为什么在经济达到弱势均衡位之后进一步向上的动力衰减，实际上，经济因通胀扰动而大幅回落，又因通胀大幅回落而回升，刚需释放和政策是经济回归均衡位置的根本增长点，这是一个非常规经济增长模式。它所表现出的就是经济大幅波动的特征，同时也是周期性行业大幅波动的特征，因此在投资领域，强周期的行业自然是主要投资对象。

当回归均衡位之后，经济不再具有通胀大幅扰动的基础，也不可能长期依靠政策延续，必然需要一个新的增长点的出现。最理想的选择是创新为主导的增长动力的出现，当然，这更可能是一个长期问题，在这个过程中，技术创新是缓慢而且无突破性进展的，但一直是努力的目标。所以最现实的是原有危机前增长模式的复制，只不过，由于危机根本原因就是原有模式已经山穷水尽，所以，危机前模式就算可以复制也是低水平的复制。当我们把经济重归正常增长的期望再次寄托于美国的恢复时，却发现我们不可能再有 2000 年以后那样的外需，从而经济增长也必然中枢下移。至于内需我们刚才已经说明，在 8% 以上，它的动能也是极其有限的。所以，在我们所说的环比增长高峰之后，当保 8 完成后，经济实际上进入了一个寻找新的推动力阶段，但是基于最基础的经济周期过程，收入预期下降和产能过剩的问题都没有解决，从而经济将在结构调整中进一步前进，其推动力自然变得平淡。而此时，由于经济的剧烈波动期的结束，强周期行业的超预期波动就大大缓和了。

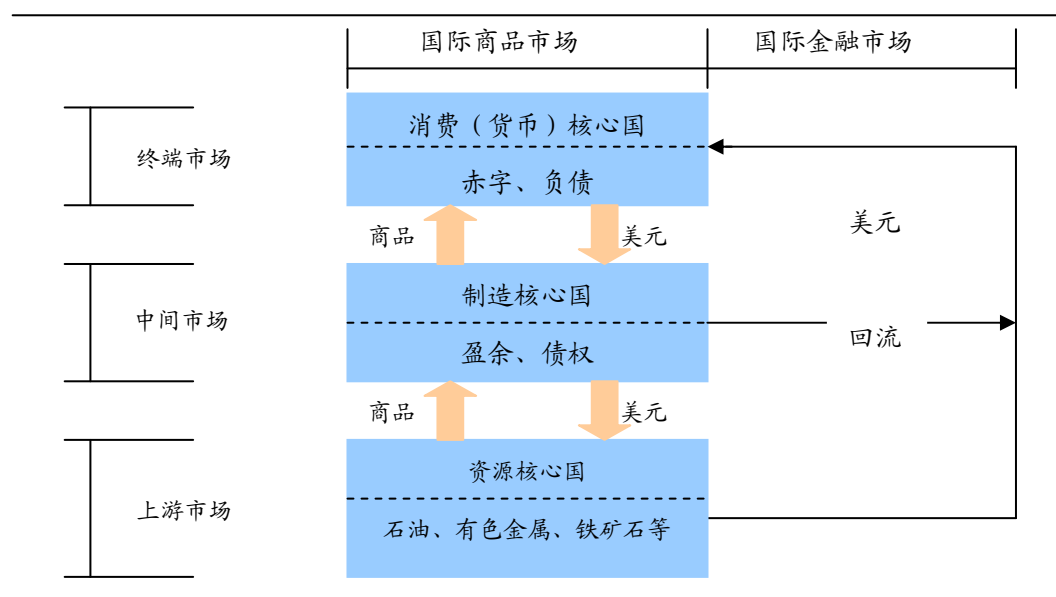
不仅仅经济的推动力减弱，由于当前仍处于资源约束期，半年前的低成本优势由于资源价格对经济增长的过度敏感而渐渐减弱。与此同时，我们观察到不仅仅中国，全球的 CPI 环比都始终处于疲弱状态，需求与成本之间的矛盾再次显现，需求对成本上升的承受能力大不如前，从而经济的增长也结束了短短的低成本恢复期。再次期望上行的经济，开始承受成本的压力，其增速自然大不如前，这就是我们所强调的掘墓人逻辑。

所以，经济的二次探底形象地说，就是从惊喜到平淡的过程，在这个缺乏亮点的平淡过程中，一些扰动因素可能带来经济的波动，正像常用的“经济回升基础还不稳固”这个词所描述的一样，但是我们认为，这个不稳固也许是未来几年的常态，并不是一个短期特征，也许用过渡期来描述更加恰当，至于经济何时或者如何产生经济周期意义上的复苏，这恐怕不是凭现在的经济状况可以预测的问题。

美国滞后进入弱势均衡

现在来看，似乎在中国经济内部暂时找不到扰动因素，真正的不确定还是来源于世界经济层面。因此，在投资和消费终端都相对疲弱的状况下，下半年实体经济唯一超预期的因素，就来自于外需的恢复，而从世界经济的共生模式看，外需恢复的根本在于终端需求即美国经济的超预期复苏。从这点看，美国经济的复苏进程对于中国反弹的持续性密切相关。那么，美国经济能够形成对中国外需的超预期拉动么？

图 15：国际产业分工下的共生模式



资料来源：长江证券研究部

私人投资复苏迹象并不明显

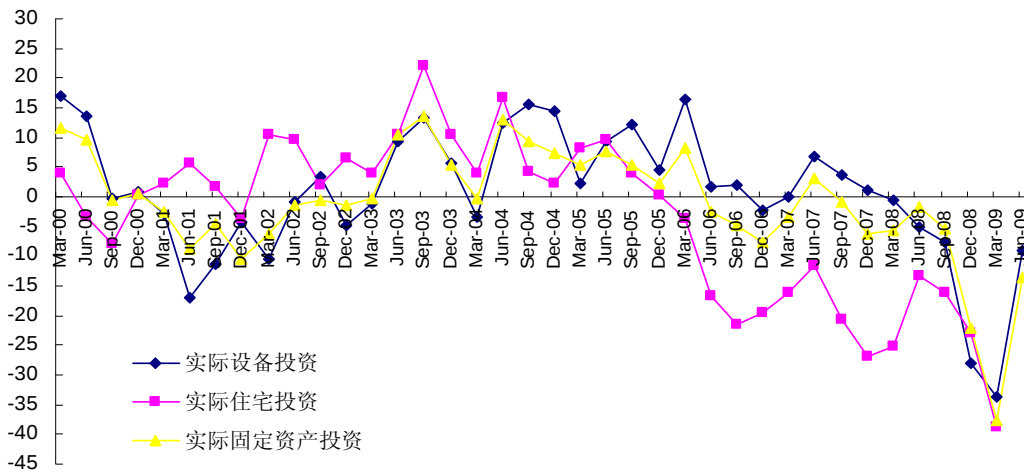
我们前面的分析都是基于 70 年代和当前的差异性，主要是涉及国际体系、经济政策以及经济运行状态的变化。然而不论 V 型、U 型或者 W 型何种情况会发生，衰退后期的资源价格在流动性干扰下的反转总会出现，进而形成制约经济中期复苏的瓶颈。

在 70 年代以来衰退转向复苏的回升过程中，从双松向一紧一松的政策调整往往预示着政府干预力量的退出，而经济体自身调整的力量在加强，这种逻辑存在的基础必须是经济确认触底反转而通胀迹象显现，更为长远的考虑还包括新的经济增长点是否开始出现并且能够带动经济未来的继续复苏。我们认为在这个过渡期，由于美国社会普遍存在的家庭债务问题、失业率上升带来的收入降低，以及政府赤字的持续恶化等多种因素的影响，如果政府降低对经济的后续刺激力度，那么在未来出现二次探底的回落是大概率事件。

但是本轮危机经济增长动力的转移过程并不会马上来临，因为目前的情形更多的还是停留在体系内部的结构调整，美国经济依然处于衰退之中，而且私人部门的投资增长并没有明显改善。我们通过考察美国实际投资数据、企业销售收入和利润变化，发现目前的制造业扩张呈现两个特点：

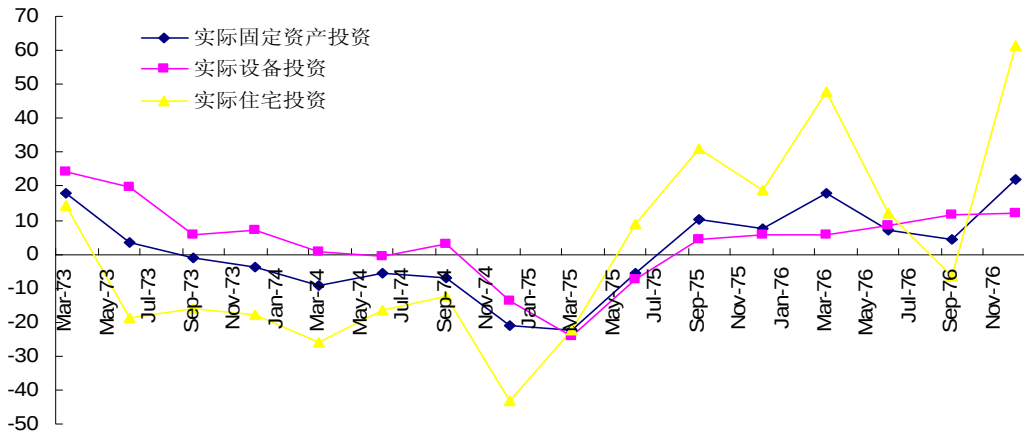
其一，今年二季度的主要投资数据同时出现了触底反弹的迹象，这和 75 年初经济刚刚触底反转的情况比较相似；

图 16：2000 年以来美国投资增长季度数据（单位：%）



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 17: 73-76 年美国投资增长季度数据 (单位: %)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

其二，在固定资产和设备投资都出现大幅回升时，我们发现企业的名义销售收入总额和利润增长数据依然处于下滑的不确定状态，这和 75 年复苏的情形有所区别，那时的利润数据基本处于高位，而目前依然在低部徘徊；在销售数据方面，75 年一季度后同比降幅已经触底起稳，而目前仍然在下滑阶段，企业的收入和利润都没有明显好转的迹象。

图 18: 70 年代美国制造业利润变化 (单位: %)

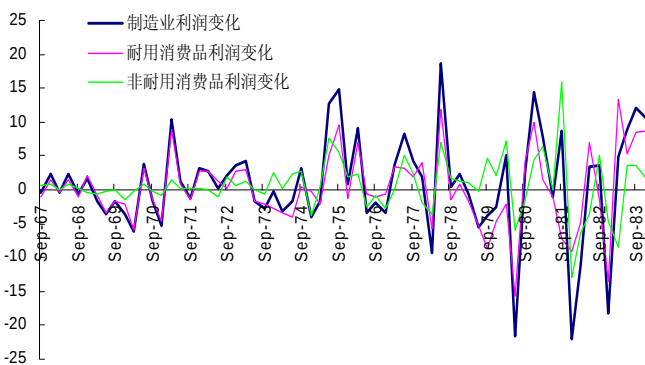
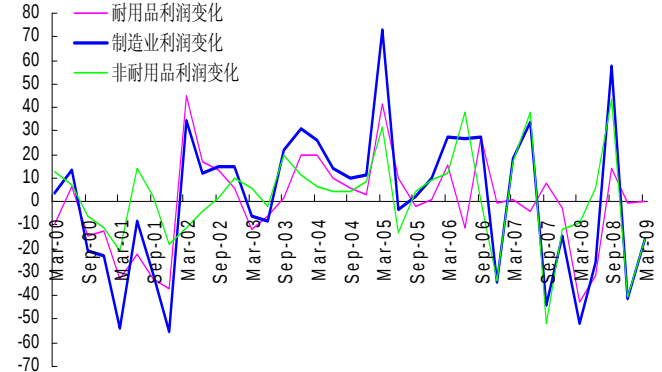


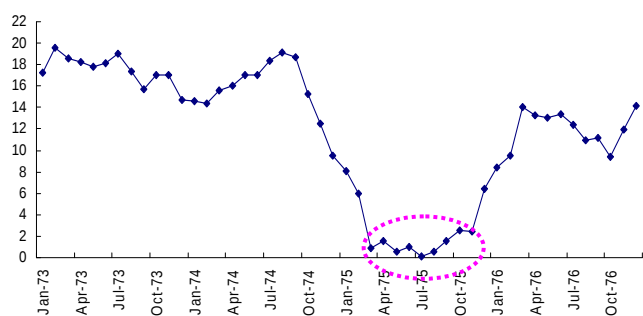
图 19: 2004 年以来美国制造业利润变化 (单位: %)



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

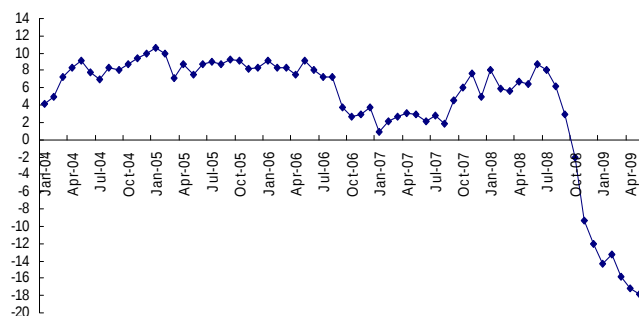
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 20: 70 年代美国企业销售收入变化 (单位: %)



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 21: 2004 年以来美国企业销售收入变化 (单位: %)



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

针对前面的异常情况,我们认为投资数量的反弹可能受到政府采购政策和刺激消费措施的短期拉动,并不能代表私人部门投资热情的持续复苏,也无法体现美国制造业目前已经好转。在下图中通过对比 75 年和目前的政府名义和实际采购支出的增长,可以发现在经济衰退的底部,政府实际支出会出现大幅度的异常增长,从而出现名义采购下降而实际采购上升的情形,这对于制造业投资的拉动是显然的。但是这也引起上半年美国生产领域的反弹拉动大宗商品价格的上涨问题,导致了全球对于美国经济复苏的强烈预期,近期 PPI 数据的环比上升可以体现出制造业需求回升的迹象,但这与 75 年美国真实复苏的物价环境产生了差异,那一时期的资源价格处于总体回短期内略有反弹的状态,而今年 2 月份以来出现的情形是主要国际大宗商品价格的全面上涨,这对于未来通胀预期的提前来临起到了催化作用,而依照我们的逻辑,资源价格在长波衰退后期的异常上涨往往会形成对经济复苏的瓶颈,这也是 76 年以后美国经济重新陷入滞胀的根本原因。因此,美国经济的投资复苏前景依然漫长。

图 22: 70 年代美国政府采购支出增长 (单位: %)

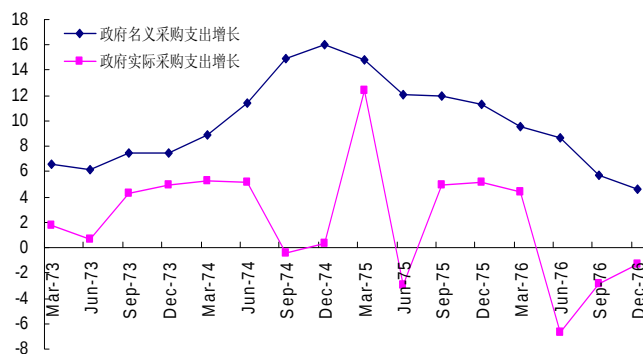
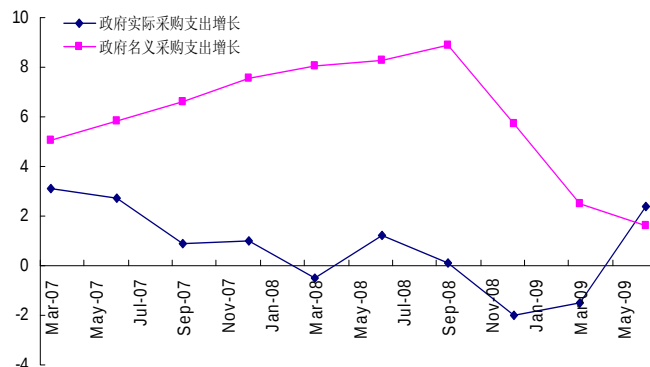


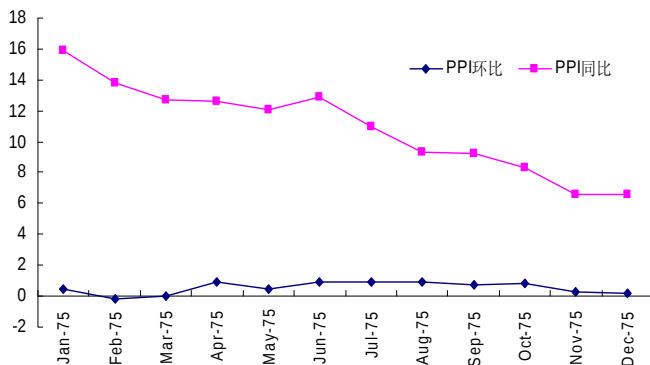
图 23: 2007 年以来政府采购支出增长 (单位: %)



资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

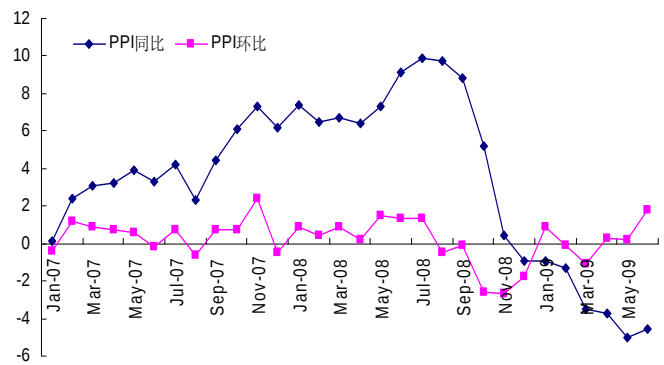
资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

图 24: 75-76 年美国 PPI (单位: %)



资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

图 25: 2004 年以来美国 PPI (单位: %)



资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

收入减少下的终端消费反弹依然微弱

根据我们之前的报告所提出的观点：对于当前美国经济中期复苏而言，至关重要的问题在于其经济结构中的主导力量即居民消费的复苏。实际上这也是我们对于美国未来经济趋势判断的关键，将直接影响中国外需未来复苏的趋向。从目前最新公布的数据来看，美国居民消费在第一季度出现了环比的回升，我们需要思考的是消费是否已经见底，未来消费的延续有能否得到支撑，而一季度的走势与年初美国政府启动的大规模财政刺激方案密切相关。我们认为政府对失业救济金的补助以及减税规模的大幅增加，在很大程度上支撑了个人可支配收入维持稳定，在下图中可以看到财政刺激使得个人税负在今年一季度占收入的比重下滑到 10% 左右。但是随着失业率持续上升带来的工资下滑趋势，支撑目前个人可支配收入的主要因素除了主要是政府干预力量，除了减税之外，还有政府的转移支付和社保养老金的缴纳，因此现有的支撑更多的来源于短期的税负减少影响，这更多的是一种不确定的政策行为，而决定收入主体真实收入的工资水平则不可避免的处于下滑状态。

图 26: 美国税收负担占个人收入的比重变化

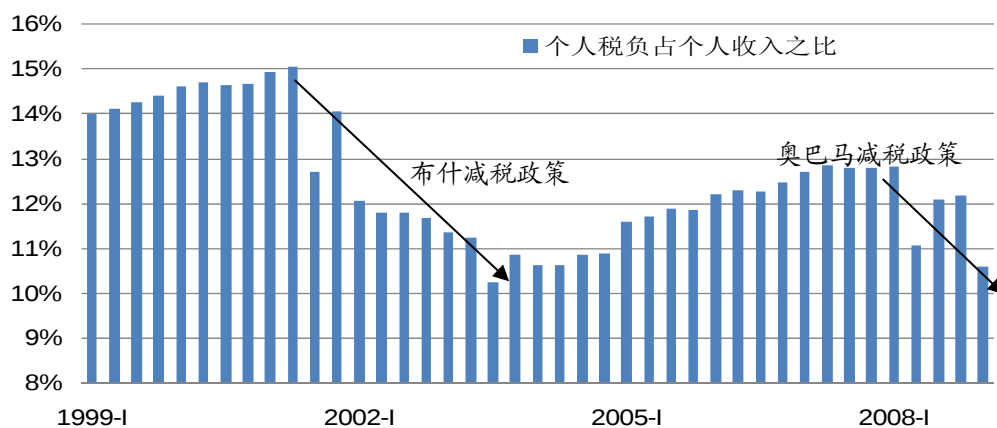


图 27: 2000 年以来美国个人工资变化 (单位: %)

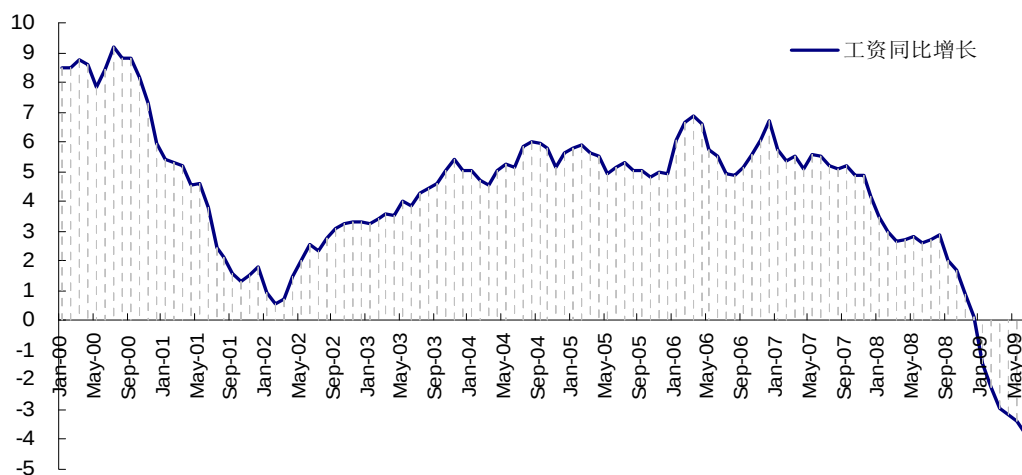


图 28: 70 年代美国居民收入增长 (单位: %)

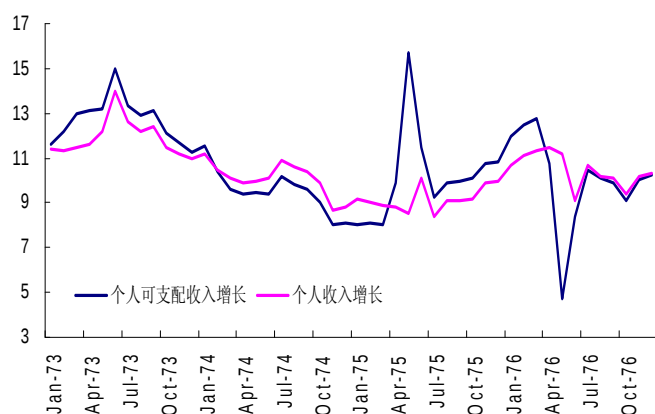


图 29: 2004 年以来美国居民收入增长 (单位: %)

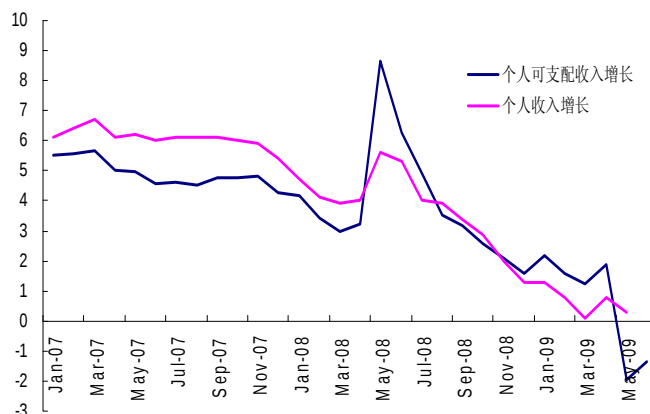
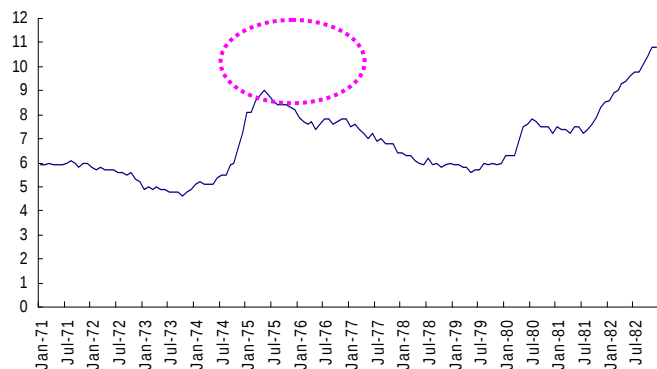
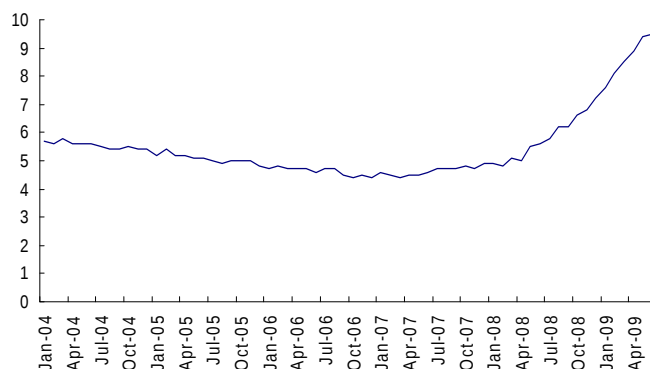


图 30：70 年代美国失业率（单位：%）


资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

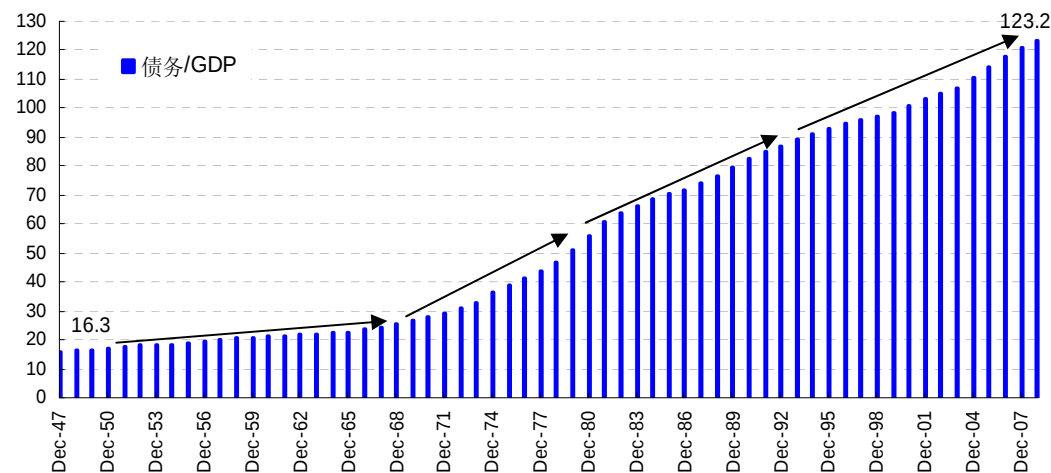
图 31：2004 年以来美国失业率（单位：%）


资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

在前面分析的真实收入的持续下滑之外，还有其他因素将导致美国居民消费难以延续 2009 年初以来的强劲反弹趋势，从而会在下半年抑制美国经济的复苏势头。

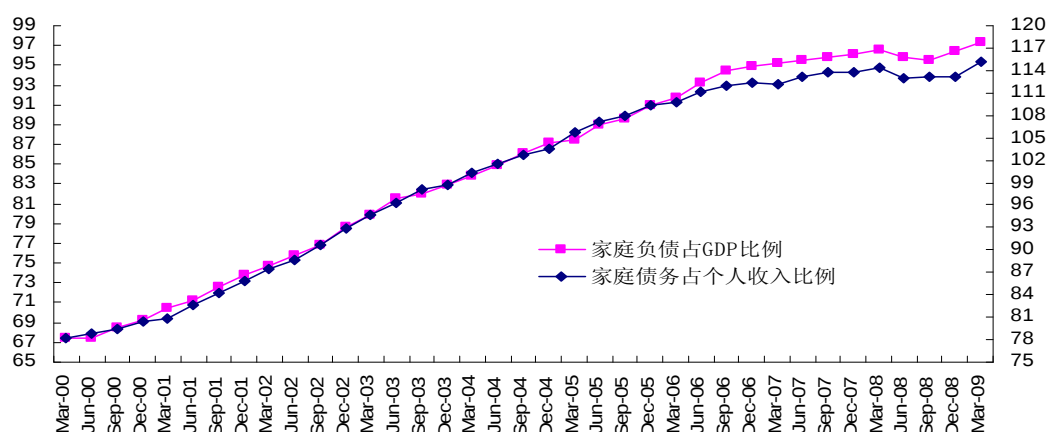
第一个因素在于美国社会面临的债务危机，而家庭资产负债表的“去杠杆化”调整仍在继续。

在下图中我们可以看到 2008 年美国的总债务占国内生产总值的比例已经达到 123% 的历史高位，而家庭负债占 GDP 的比例在时隔近 80 年后再次回到了 100% 的峰值，这一趋势显然是不可持续的，这意味着家庭债务的削减将继续提高个人储蓄，从而降低消费支出，根据我们之前的预测，在未来三至五年内，居民负债占 GDP 的比重将逐步回落至 84% 附近，这一 15% 的下滑将足以导致 2 万亿消费杠杆的丧失。

图 32：美国社会的债务危机（单位：%）


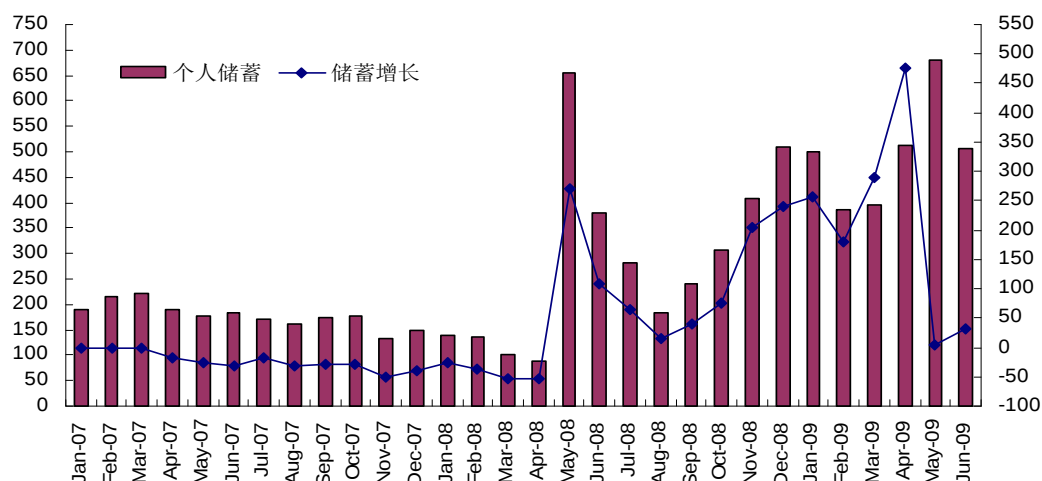
资料来源：CEIC, Bloomberg, 长江证券研究部

图 33：2000 年以来美国家庭负债变化（单位：%）



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 34: 2007 年以来美国个人储蓄变化 (单位: 十亿美元, %)



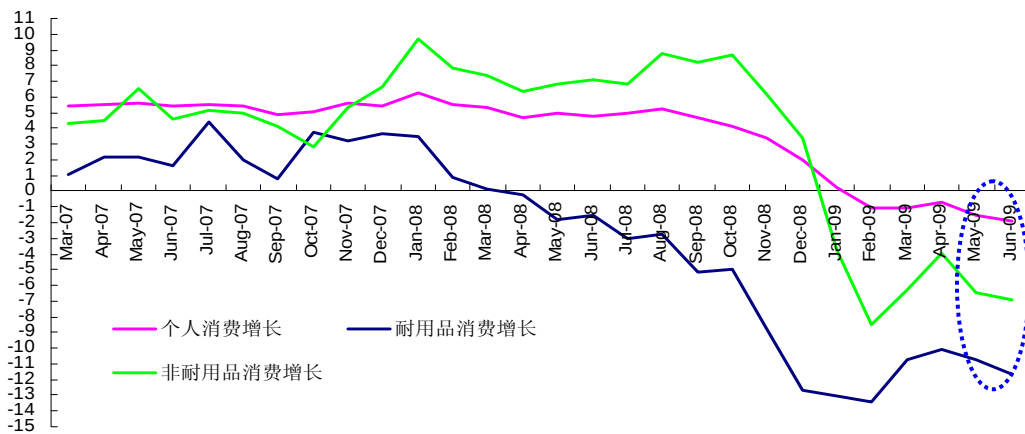
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

第二个问题在于耐用品消费的复苏相对疲弱，严重限制了消费反弹的高度。

从数据可以看到，非耐用消费品与耐用消费品在今年一季度环比回升后，二季度出现了全面回落的情形，因此直接导致近期私人消费的降温。而 75 年虽然非耐用消费品的消费同比持续下滑，但是消费升级带来的耐用品高涨有效抵补了消费缺口，总体上 75~76 年的消费处于稳中有升阶段，这是到目前为止我们是尚未观测到的迹象。

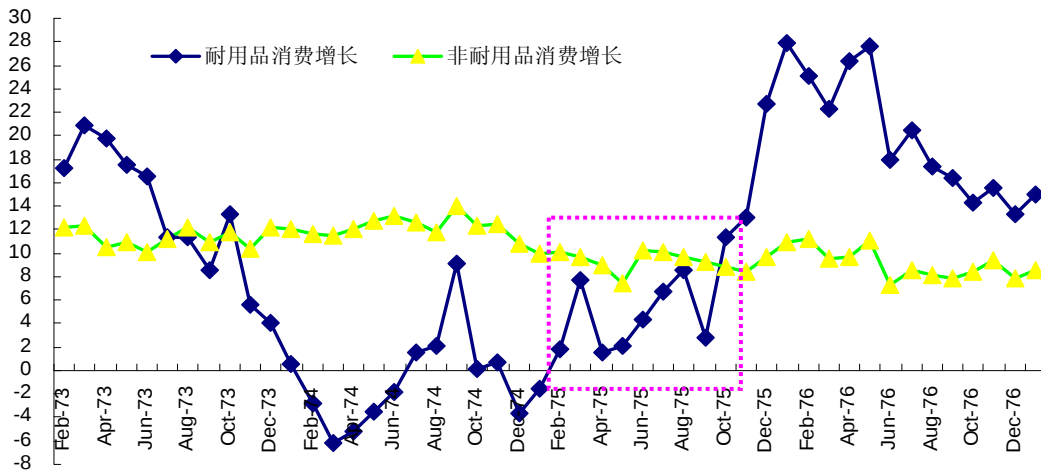
根据我们之前的判断，只有在耐用消费品起稳并且明显回升的背景下，美国的消费底部才将出现。74 年底的情况正是如此，随着耐用消费品回暖，75 年上半年的连续增长带动美国经济的触底反转，基于此，我们认为非耐用消费品与耐用消费品可能将呈现一个明显的 W 型走势，目前正处于二次探底阶段。同时，与中国不同的是，美国从住房消费的角度来讲，同样面临着需求不足的境况，预计美国的设备投资有望在下半年对 GDP 产生正贡献，而住宅及非住宅投资则将在明年上半年才可能真正见底，此后，住宅投资在未来两年仍将较为疲弱，这反映了居民对住房需求的不足。住房需求疲弱的同时还将拖累其他包括家具家电在内耐用品消费的增长。

图 35: 2007 年以来美国居民消费增长 (单位: %)



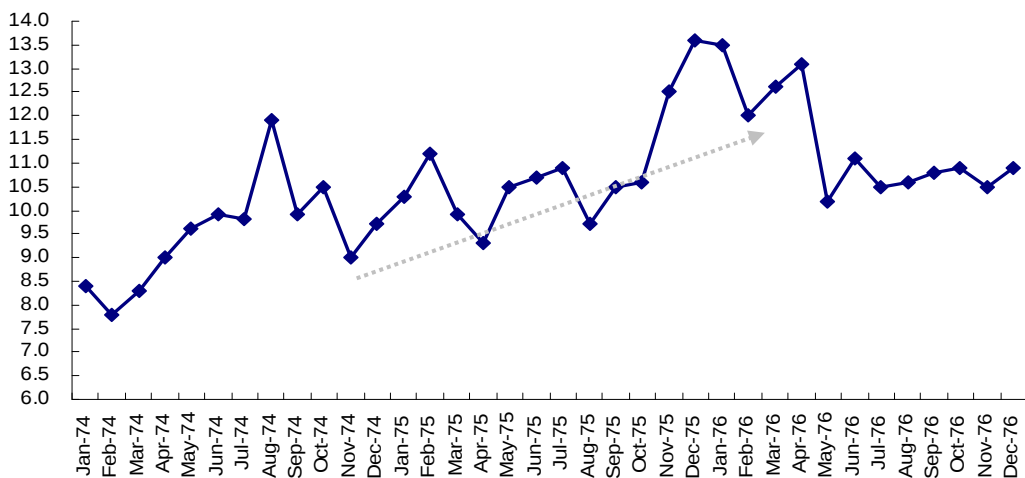
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 36：70 年代美国居民消费增长（单位：%）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 37：75 年美国私人消费稳中有升（单位：%）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

综上所述，从家庭资产负债表调整、失业率储蓄率上升以及消费品复苏结构的角度出发，我们的判断是，今年上半年消费的支撑受益于财政政策支持下的真实收入的稳定，但就复苏的

强度和持续性而言，我们则相对谨慎，在即将来临的巨大的财政预算缺口和政策调整预期，以及缺乏信贷和就业支撑的背景下，工资收入短期稳定的不可延续性决定了耐用品消费将难以出现大的好转，而未来的居民消费很可能会二次探底。相应的，这也会影响到美国经济复苏的进程。

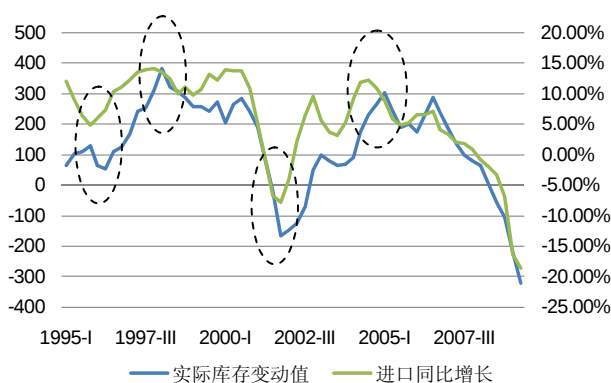
因此，目前终端需求国美国经济的反弹主要源自一季度以来也开始进入了刚需释放和宽松政策带来的经济反弹过程，而按照我们的经验，这个过程也将持续 6 个月左右的时间，所以美国回到弱势均衡的时间当在三季度末附近。实际情况是，在经过了流动性的注入之后，世界经济依然没有摆脱消费不足和通缩的困扰，这就再一次显示出了世界经济长期需求不足的本质。所以，美国经济在三季度末能够达到的均衡位置，可能最佳的代表就是 PMI 回升到 50 这样的水平。同时，美国经济由于与上游资源价格间还有中游制造核心国的传导，虽然短期内并未过多受到大宗商品波动和通胀预期上升的影响，但是其经济反弹的结构性支撑因素不足，注定了美国经济在三季度仍将步入滞后调整的时期。

美国补库存拉动中国外需难以实现

目前来看，7 月份披露的数据显示美国的居民消费受困于就业、信贷及资产缩水等的影响而显现疲弱格局，市场对于拉动我国出口复苏的着眼点再次集中于美国补库存的拉动。关于美国补库存就会拉动国内出口的这一判断，我们有以下几点判断可能不同于市场：

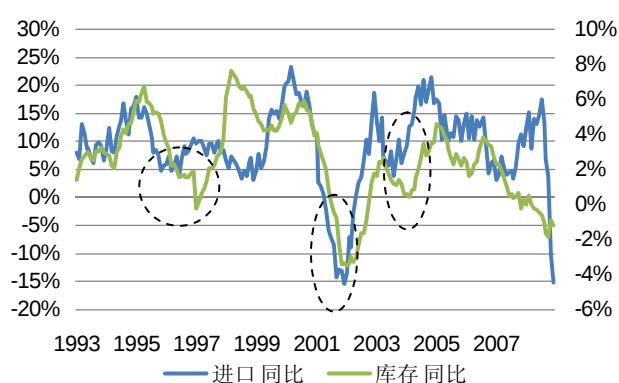
首先，库存回补在总量上并不领先或同步于美国的进口。从总量上看，通过观察剔除价格因素后实际库存变动与美国进口同比增长的关系，从中可以发现库存回补与进口确实存在联系，但是其领先关系却并非市场所想象的那样，实际上我们观察到的是库存回补往往滞后于进口的回升，而从月度数据来看，这一关系就更为清晰。因此，现实中实际上库存回补并非率先拉动美国进口的主导因素，但库存周期的结束确实可以推动进口的进一步回升。

图 38：究竟是库存领先进口？还是进口领先库存



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 39：从月度数据来看也是进口领先库存



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

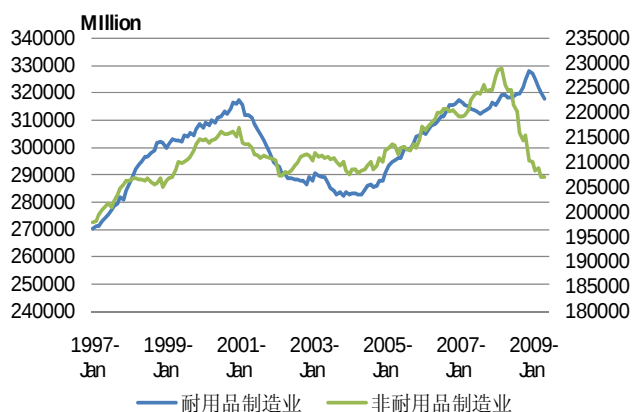
实际上消费也就是终端需求才是背后同时推升库存和进口的主因，而会补库存仅仅是放大了库存与消费之间的关系。在明确了上述关联后，我们可以得出两点结论，一是由于消费的反复和弱势复苏格局，美国的进口可能也会相对疲弱，二是由于库存在其中起到了加强进口与消费关联的作用，而库存的回补又相对滞后，且受累于消费的弱势补库存本身的力度也会较弱，所以我们判断美国进口见底之后的走势在初期可能也不会很强劲。

其次，上面我们探讨的是库存、消费与美国进口的关系，更重要的是需要进一步明确补库存时间点的判断。

对于补库存究竟是否会在三季度发生，我们一直存有质疑。市场普遍认为库存在经历了一二季度的大幅下滑后有望在三季度回升，但是我们认为这一结论可能有点过早。根据我们对库存结构的研究，可以发现，尽管流通领域如零售批发环节的库存下滑幅度较为明显，但是制造业尤其是耐用品制造业的库存调整幅度和时间仍不够，这一点事实上在我们 4 月份关于加速去库存的报告中已经明确指出。从是美国的制造业库存扣除价格因素后的变动来看，目前来看截至二季度非耐用品行业的制造业及整体库存调整均已经比较充分，而耐用品行业尤其是制造业自身，其库存的调整时间较为滞后，2008 年底受金融危机影响才开始，而目前的调整幅度也就较小。

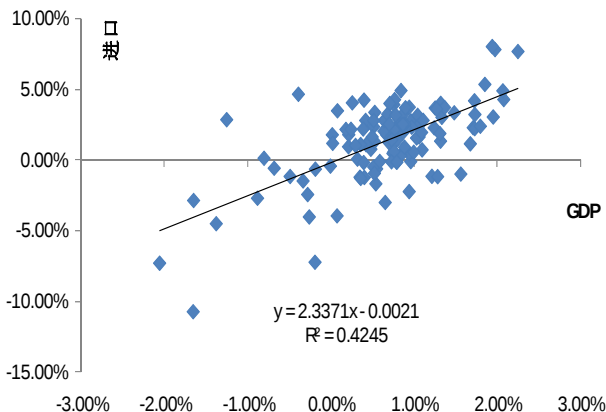
根据我们对于美国居民消费的研究和对比 30 年代消费社会的经验，可以发现，正如我们之前分析的，美国目前经济复苏由于存在消费信贷泡沫带来的去杠杆化、收入分配差异化以及产业重归平衡这三大结构性问题，可能使得未来耐用品消费出现相对疲弱的格局。对于接下来的进程，由于二季度总体库存下滑了 1411 亿美元去库存的速度比一季度加快了约 300 亿美元，超出了我们的预期，因此三季度可能呈现减速去库存的阶段，即去库存速度将随着生产活动的见底而明显放慢，但我们判断补库存最早将在四季度出现。

图 40：耐用品及非耐用品制造业的实际库存水平



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

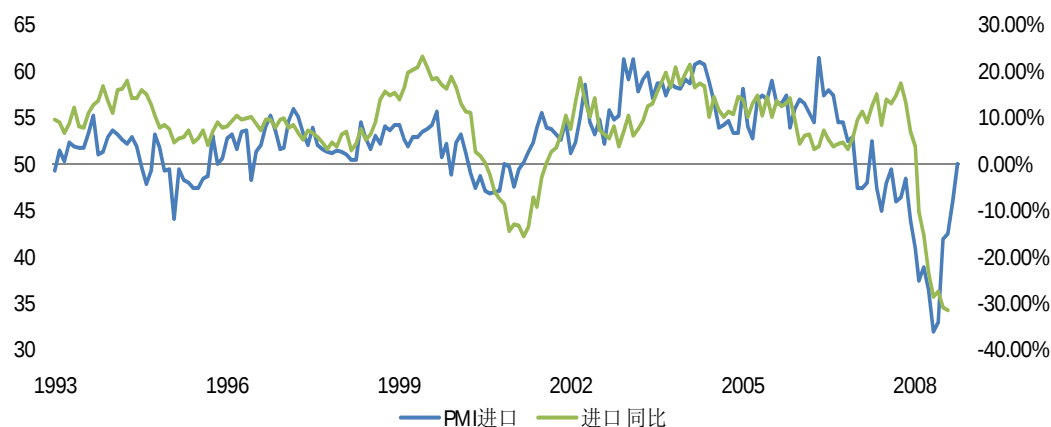
图 41：美国 GDP 增长 1%能拉动进口反弹 2.3%



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

根据我们对于美国居民消费的研究和对比 30 年代消费社会的经验，可以发现，由于消费信贷泡沫带来的去杠杆化、收入分配差异化以及产业重归平衡这三大结构性问题，可能使得未来耐用品消费出现相对疲弱的格局。对于接下来的进程，由于二季度总体库存下滑了 1411 亿美元去库存的速度比一季度加快了约 300 亿美元，超出了我们的预期，因此三季度可能呈现减速去库存的阶段，即去库存速度将随着生产活动的见底而明显放慢，但我们判断补库存最早将在四季度出现。

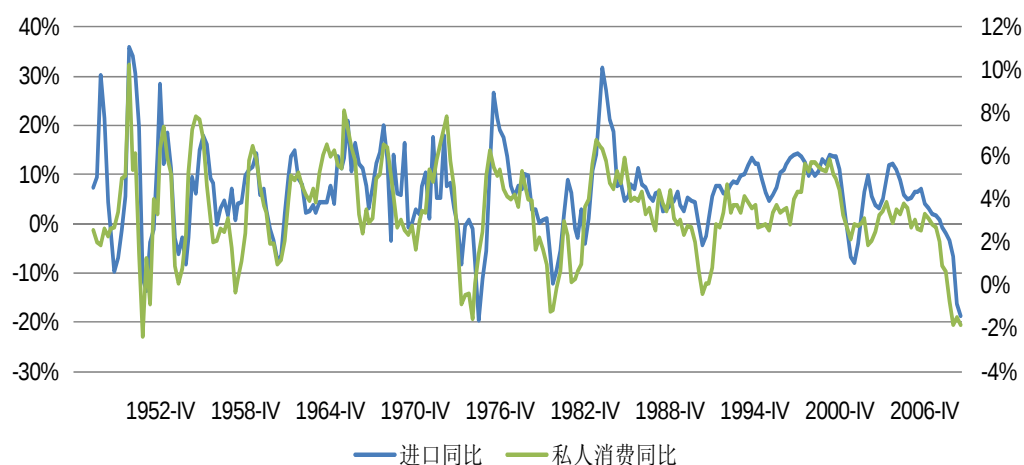
图 42：美国 PMI 进口指数预示进口同比将显著收窄



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

最后，对于美国的进口，我们认为随着美国实际GDP的见底，进口的底部已经形成，这一点从PMI进口指数也可以看出，未来进口同比的下滑由于基数效应减弱将逐渐回升，而根据近30年数据的测算，GDP反弹1%能拉动进口反弹2.3%，我们预计下半年美国经济将扩张1-1.5%（非年化），那么其进口可能回升4%-5%。事实上，无论是对于GDP、进口还是库存的判断，我们始终认为消费将决定这轮复苏的强劲程度，根据我们目前的判断，下半年美国很可能面临“无就业、无信贷、无通胀”的三无式复苏环境。因此消费的弱复苏格局将决定无论是库存回补还是进口拉动都不会非常强劲，这也就决定了整个下半年中国实体经济唯一可能超预期的因素——外需，由于终端需求因美国经济复苏结构和进口需求的疲弱，难以出现超预期好转。

图 43：美国私人消费与进口同比



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

流动性推动通胀预期向业绩验证逻辑的转换开始

可以预见的是，最超预期的阶段在中国已经结束，而在美国即将结束，这是市场必然要调整的原因，而且他也符合我们理论框架下，新兴市场先于美国市场调整的推导。至于未来的经

经济增长和市场，将表现为宏观数据基本稳定但水平不高，增长结构性明显的特点。实际上开始进入复苏准备阶段，我们对经济周期的理解是，周期向下的拐点是可以人为预测和掌握的，正像我在 2007 年底的预测一样。但是经济复苏的拐点不是可以预测的，因为它不会是一个突发式的拐点。所以我在 2008 年底就一再强调，中国的经济 2009 年的 V 型是康波的必然，但那不是经济复苏。真正的经济复苏要通过一个结构上重新梳理的过程，而在上半年的经济回升中，结构矛盾反而越来越严重了。

总体来看，经济 V 字反弹之后的过渡期对中国而言已经来临，此时经济会进入一个结构性调整的缓慢增长阶段，在这个过程中，一种可能是经济在无外部扰动下进行复苏中结构性调整，此时市场将在下跌后存在结构性机会。另外一种可能是由于弱势均衡阶段经济反而容易受到扰动，经济波动或者来源于流动性冲击下的资产泡沫膨胀对新兴市场的冲击，或者来源于未经充分调整的欧美经济的再度探底。目前来看，这种风险爆发的可能性也需要到 2010 年欧美经济趋势明朗后才能确认。

因此，在这种过渡期间，从市场角度看，我们认为市场进入了由流动性推动通胀预期逻辑向业绩验证预期逻辑的转换期。因为第一个没有估值限制的逻辑由于流动性拐点，以及通胀结构性变化导致其程度相对弱于预期，因而基础动摇，市场转而关注企业业绩在多大程度上符合预期，即我们所谓的由超预期到验证预期的阶段，而这一阶段是具有估值限制的。

从目前的角度，虽然 2009 年全行业利润乐观可上调至 18% 左右的增速，但是其中银行贡献部分明显加大，PEG 也达到接近 1.5 到 2 的高风险区间。另一方面，由于银行在 2009 年业绩增长主要来源于信贷高基数，因此 2010 年将面临不良贷款率是否上升以及风险敞口加大的问题，而银行又在 2009 年利润增速中贡献较大，2010 年业绩增长能否达到预期存在较大风险，从这个角度看，市场估值已然偏高，那么，在无估值的流动性推动通胀逻辑转向有估值的业绩验证预期逻辑的阶段中，通过下跌来释放估值过高的风险，然后再进一步寻找业绩安全边际的市场趋势也是必然的选择。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部高级宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。